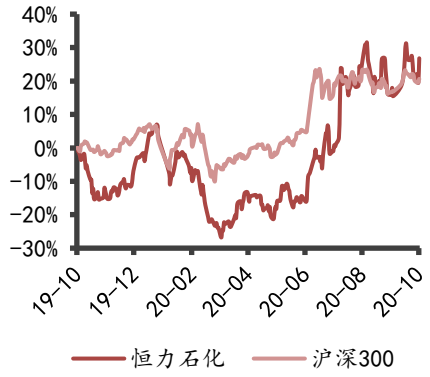
单季度盈利创新高，PTA 龙头地位继续巩固

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-29
收盘价（元）	20.38
近 12 个月最高/最低（元）	21.65/11.60
总股本（百万股）	7039.10
流通股本（百万股）	4631.94
流通股比例（%）	65.80
总市值（亿元）	1434.57
流通市值（亿元）	943.95

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：曾祥钊
执业证书号：S0010120080034
电话：13261762913
邮箱：zengxz@hazq.com

相关报告：

《恒力石化：投建 500 万吨 PTA 项目，通过第五期员工持股计划，成长可期》2020.10.3
《恒力石化：上半年业绩创历史新高，炼化二期即将启动建设》2020.8.12

事件描述：

10 月 29 日，公司公告 2020 年第三季度报告。据公告，2020 前三季度公司实现营收 1033.34 亿元，同比上升 35.38%；归母净利润 98.96 亿元，同比上升 45.16%；扣非后归母净利润 96.74 亿元，同比上升 46.06%；加权平均 ROE 为 24.50%，同比增加 1.66 个百分点；经营活动现金流净额为 183.64 亿元，同比下降 31.02%。

➢ 单季度盈利创新高，超市场预期

2020 前三季度，公司实现毛利润 130.62 亿元，同比增加 35.38%，主要是本期炼化项目生产良好，PTA-4 项目、乙烯项目投产，公司营业收入增加所致。前三季度，公司财务费用 5.73 亿元，同比下降 23.18%，主要是利息支出增加；管理费用 13.42 亿元，同比增长 101.24%，主要是折旧费用、员工薪酬等增加；销售费用 9.21 亿元，同比增长 48.25%，主要是公司销售额较去年同期较大幅度提高，销售费用也一并增加。公司经营活动净现金流 183.64 亿元，同比下降 31.02%，与归母净利润趋势相反，主要是本期购买原材料较多，支付各项税费等较多；投资活动净现金流为-174.12 亿元，同比减少 52.27%，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期减少所致；筹资活动净现金流为 33.95 亿元，同比下降 77.74%。公司净现比为 1.85，同比下降 2.06，主要因为本期偿还债务及分配股利、利息较多；存货周转天数为 62.44 天，同比减少 10.68 天，主要是由于上中下游产能持续释放，公司存货周转加速。公司应付票据及账款由期初的 196.93 亿元增加至 219.78 亿元，应收票据及账款由期初的 11.38 亿元减少至 10.52 亿元，主要因为本期商业承兑汇票较年初增加，材料采购以及营收消费税退税款所致。公司前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为 186.56 亿元，同比减少 47.23%，在建工程 71.53 亿元，比期初减少了 70.55%，公司乙烯项目、PTA 项目报告期内进行在建工程转固定资产。

单季度来看，Q3 公司营收 359.76 亿元，同比增长 5.83%，环比下降 4.29%；毛利润 57.55 亿元，同比增长 57.29%，环比增长 24.46%；毛利率 21.13%，同比上升 3.15 百分点，环比提升 1.68 个百分点；归母净利润 43.79 亿元，同比增加 56.60%，环比增加 29.79%。公司业绩逆势实现逐季改善，单季盈利也首次突破 40 亿元，再创历史新高，超越市场预期。

➢ 主要产品前三季度销量提升，价格环比变化不大

2020 前三季度，公司主要产品销量有所改善。成品油、化工品、PTA 销量分别为 184.38 万吨、1316.69 万吨和 605.02 万吨，同比分别上升 7.96%、175.22%和 47.08%，分别实现收入 76.78、519.72 和 297.74 亿元；聚酯产品销量为 169.43 万吨，同比下降 14.01%，实现收入 123.25 亿元。总体来看，随着国内复工复产情况好转，市场情况趋于平稳，业绩有望回升。

单季度看，公司主要产品 Q3 销量略有下滑。其中，成品油销量 23.43

万吨，同比下降 81.40%，环比下降 49.80%；化工品销量 585.64 万吨，同比上升 132.08%，环比上升 35.06%；PTA 销量 168.35 万吨，同比上升 41.27%，环比下降 28.96%；聚酯产品 66.74 万吨，同比下降 2.26%，环比上升 11.09%。

图表 1 主要产品价格变化

板块	产品	Q3 均价（元/吨）	同比增速（%）	环比增速（%）	最新价格（元/吨）
成品油板块	汽油	5879	-15.30%	6.21%	5584
	柴油	5415	-21.30%	-1.59%	4998
PTA 板块	PTA	3501	-36.73%	2.98%	3260
聚酯板块	涤纶长丝（POY 150D/48F）	5104	-35.80%	-3.37%	5400
	涤纶长丝（FDY 150D/96F）	5535	-31.73%	-5.25%	7600
	涤纶长丝（DTY 150D/48F）	6501	-30.09%	-5.55%	7200
	聚酯切片	5216	-26.78%	-4.69%	4563

资料来源：wind，华安证券研究所

➢ 三季度乙烯项目全面投产，并贡献业绩

公司 150 万吨/年乙烯装置于三季度全面投产并贡献业绩，是公司三季度单季业绩创新高的重要原因。该项目进一步打通了公司“烯烃—乙二醇—聚酯”产业链条，标志着恒力石化聚酯化纤全产业链打通，具备战略意义的上游大炼化产能建设圆满收官。该装置所使用的乙烯原料基本由上游炼厂生产并通过管道一体化供应，乙烯设计收率 48%、双烯收率 60%，居于世界前列，头部效应越发显著。

➢ 拟建 PTA 项目，继续巩固龙头地位

子公司恒力石化拟于广东省惠州大亚湾石化园区内建设 500 万吨/年 PTA 项目，总投资 114.95 亿元，其中项目建设投资 99 亿元(外汇 1.2 亿美元)，使用自有资金 31.8 亿元，其余部分为银行贷款。该项目计划于 2021 年底建成投产，将主要建设两套 PTA 主装置、5 万吨散货码头等，项目操作弹性 80—100%。项目投产后，公司将拥有 1660 万吨/年 PTA 产能，有利于公司进一步强化在聚酯化纤产业链上游 PTA 行业的规模与成本优势。项目达产后，预计将为公司带来年均销售收入 212.5 亿元，利润总额 12.06 亿元。随着未来一系列项目的落地，公司将继续巩固行业内的龙头地位。此外，公司还通过第五期员工持股计划，以激励参与 150 万吨/年乙烯项目、250 万吨/年 PTA-4 项目和 250 万吨/年 PTA-5 项目建设的主要操作员及以上级别人员和公司及其他相关的人员，增加员工积极性。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 140.8、162.5、186.1 亿元，同比增速为 40.4%、15.5%、14.5%。对应 PE 分别为 10.19、8.83、7.71 倍。维持“买入”评级。

风险提示

行业周期性波动风险，项目建设进度不及预期风险，下游需求不及预期风险，企业安全生产风险，财务风险等。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	100782	130865	144360	163944
(+/-) (%)	67.8%	29.8%	10.3%	13.6%
归母净利润	10025	14075	16254	18611
(+/-) (%)	201.7%	40.4%	15.5%	14.5%
EPS(元)	1.42	2.00	2.31	2.64
P/E	11.29	10.19	8.83	7.71

资料来源：wind，华安证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	53294	66250	72342	73197
现金	16509	16509	16508	16508
应收账款	675	944	1057	1161
其他应收款	1200	726	923	1303
预付账款	910	1199	1446	1530
存货	19464	25013	31364	32631
其他流动资产	14536	21860	21043	20063
非流动资产	121083	158806	202269	242060
长期投资	0	0	0	0
固定资产	83075	110767	144548	184711
无形资产	5808	7744	9996	11687
其他非流动资产	32200	40295	47726	45661
资产总计	174378	225056	274611	315257
流动负债	82267	118677	151754	173549
短期借款	47597	75117	98621	117719
应付账款	18778	21257	28157	29491
其他流动负债	15892	22304	24976	26339
非流动负债	55371	55371	55371	55371
长期借款	51265	51265	51265	51265
其他非流动负债	4106	4106	4106	4106
负债合计	137639	174049	207126	228921
少数股东权益	406	599	823	1063
股本	7039	7039	7039	7039
资本公积	18272	18272	18272	18272
留存收益	11022	25096	41350	59961
归属母公司股东权益	36333	50408	66662	85273
负债和股东权益	174378	225056	274611	315257

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	16937	22746	32845	34400
净利润	10025	14075	16254	18611
折旧摊销	4076	5816	4883	4640
财务费用	3110	6727	8003	9068
投资损失	-275	0	0	0
营运资金变动	191	-4066	3482	1841
其他经营现金流	9644	18334	12996	17011
投资活动现金流	-39913	-43538	-48347	-44431
资本支出	-41774	-43538	-48347	-44431
长期投资	204	0	0	0
其他投资现金流	1657	0	0	0
筹资活动现金流	25637	20792	15501	10031
短期借款	24606	27520	23504	19099
长期借款	11198	0	0	0
普通股增加	1986	0	0	0
资本公积增加	-2185	0	0	0
其他筹资现金流	-9969	-6727	-8003	-9068
现金净增加额	2758	0	0	0

利润表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	100782	130865	144360	163944
营业成本	79866	102356	111930	127416
营业税金及附加	2121	1963	2165	2459
销售费用	952	1047	1011	984
管理费用	1090	1701	1444	1312
财务费用	3563	6232	7508	8573
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-125	0	0	0
投资净收益	275	0	0	0
营业利润	13223	17615	20343	23273
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	13212	17615	20343	23273
所得税	3100	3347	3865	4422
净利润	10112	14268	16478	18851
少数股东损益	87	194	224	240
归属母公司净利润	10025	14075	16254	18611
EBITDA	19871	28959	31972	35594
EPS（元）	1.42	2.00	2.31	2.64

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	67.8%	29.8%	10.3%	13.6%
营业利润	221.0%	33.2%	15.5%	14.4%
归属于母公司净利润	201.7%	40.4%	15.5%	14.5%
获利能力				
毛利率（%）	20.8%	21.8%	22.5%	22.3%
净利率（%）	9.9%	10.8%	11.3%	11.4%
ROE（%）	27.6%	27.9%	24.4%	21.8%
ROIC（%）	8.7%	10.3%	9.9%	9.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	78.9%	77.3%	75.4%	72.6%
净负债比率（%）	374.6%	341.2%	306.9%	265.2%
流动比率	0.65	0.56	0.48	0.42
速动比率	0.40	0.34	0.26	0.22
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.58	0.53	0.52
应收账款周转率	149.22	138.62	136.55	141.25
应付账款周转率	4.25	4.82	3.98	4.32
每股指标（元）				
每股收益	1.42	2.00	2.31	2.64
每股经营现金流薄）	2.41	3.23	4.67	4.89
每股净资产	5.16	7.16	9.47	12.11
估值比率				
P/E	11.29	10.19	8.83	7.71
P/B	3.12	2.85	2.15	1.68
EV/EBITDA	10.03	8.88	8.78	8.42

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

刘万鹏，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

古　武，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4 年中航工业成飞航空材料产业经历，2 年新材料行业研究经历。

曾祥钊，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。